

欧州の非伝統的な緩和政策の修正時期を迎えた E C B

経済調査部 山崎 加津子／矢澤 朋子

要 約

リーマン・ショックは米国発の金融危機だが、欧州では単一市場の構築が進められ、単一通貨ユーロが導入された一方で、この新しい体制に対応したセーフティネットが欠けており、危機が増幅された。金融システム不安、財政懸念、そして景気後退とデフレ懸念が連続したのである。

危機の連鎖を防ぐために様々な対応策が講じられ、中でも E C B が大きな役割を果たした。金融機関のみならず、財政懸念で資金調達が困難となったユーロ圏加盟国に対しても「最後の貸し手」となることを宣言し、またデフレ懸念対策としては前例のない金融緩和に踏み切った。ただし、低金利局面の長期化による銀行や保険会社の収益低下という弊害のほか、金利が上昇に転じた際の調整がより大きくなることへの懸念も高まりつつある。

E C B はデフレ懸念の後退を理由に、2018 年から緩和政策の軌道修正に動いている。ただし、リスクプレミアムが急上昇して資産価格の調整が起きた場合に、新しいセーフティネットが果たして有効かは、これから試されることである。また、欧州の一部の国で対策が遅れている銀行の不良債権問題が金融システムの脆弱性として、あらためて認識されるリスクも残っている。

目 次

- 1 章 この 10 年の欧州経済と金融情勢
- 2 章 2 つの危機があぶり出した E U とユーロ圏の課題
- 3 章 危機からの回復に大きく貢献した E C B の功罪
- 4 章 緩和政策の軌道修正に動き出した E C B
- 5 章 欧州発の金融危機再発の可能性

1章 この10年の欧州経済と金融情勢

1. 2008～2012年：リーマン・ショックとユーロ圏債務危機のダブルパンチ

1) リーマン・ショック

リーマン・ショックとは、2008年9月15日に米国の大手投資銀行グループのリーマン・ブラザーズが破綻したことを契機とする「世界金融危機」だが、突発的に発生したショックではない。そもそもの原因となった米国のサブプライムローン（返済能力が低い借手を対象とした住宅ローン）を担保とする証券化商品のリスクは、既に1年以上前から懸念されていた。07年8月9日、フランス最大手のBNPパリバ銀行が傘下のファンドの解約凍結を発表したことで、サブプライムローンが組み込まれた様々な金融商品に対する信用リスクが瞬く間に欧州の金融機関に広がった。この「パリバ・ショック」に対して、ECB（欧州中央銀行）は緊急流動性供給を実施し、急上昇をみせたインターバンク金利はひとまず落ち着きを取り戻した。

翌年のリーマン・ショック発生当初、欧州政府や中銀は、欧州の金融機関への影響は限定的であると考えていた。しかしながら、実際には英大手金融機関であったHBOSが同業のロイズTSBに事実上の吸収合併されたのを手始めに、多くの金融機関の破綻懸念が浮上した。サブプライムローン関連商品を多く保有していた欧州の金融機関が資産劣化への懸念から相互に疑心暗鬼に陥り、インターバンク市場で資金が枯渇したのが原因である。各国政府の対策は、公的資金注入などの個別対応から金融機関救済基金の設立など包括的な救済策に移行することを迫られた。EUは「金

融システムを支えるために必要なあらゆる措置を取る」と宣言し、ユーログループ（ユーロ圏財務相会合）は金融機関救済策の方針を決定した。

ECBはリーマン・ショック直後から主要な中央銀行と協調し、金融機関に対する多様な資金供給手段に訴えた。具体的には、通貨スワップ協定を通じたドル資金の供給、固定金利で供給資金に上限を設けないオペの実施、オペ期間の長期化、オペの際に必要な担保基準の緩和、ドル資金供給額の上限撤廃、カバード・ボンドの買取（CBPP）を通じた金融機関への資金供給などである。

金融危機は主要国の株価急落を招き、また世界景気も急速に悪化して世界同時不況とも呼べる事態に陥った。ただし、主要中央銀行の大幅な協調利下げに加え、欧州各国を含む多くの国々が財政出動を伴う景気対策を次々と打ち出したことで、世界景気は09年半ばに底打ちした。ユーロ圏の成長率も09年7～9月期以降はプラス成長に転じた。

2) ユーロ圏債務危機

この状況の中、09年10月にギリシャの財政赤字の粉飾が発覚した。実際の財政赤字が公表値を大きく上回っていたのである。この発表を受け、格付け機関は相次いでギリシャ国債の格下げを行い、利回りは急上昇した。ギリシャは自力での財政再建を諦めてEUに財政支援を要請した。支援協議は難航し、ようやく10年5月にEU、ECB、国際通貨基金（IMF）から3年間で総額1,100億ユーロの金融支援を受けることが決定した。ところが、支援決定後もギリシャの財政や同国国債を保持する金融機関に対する不信は収まらず、むしろ他のユーロ圏加盟国で財政赤字が大きい国や、金融機関への多額な公的資本の注入が必要に

なると懸念された国の国債利回りも上昇する事態となった。危機の連鎖を防ぐ目的で、ECBは金融機関に対する資金供給の拡大に加え、ユーロ圏加盟国の国債を購入する証券市場プログラム（SMP）の実施を発表した。

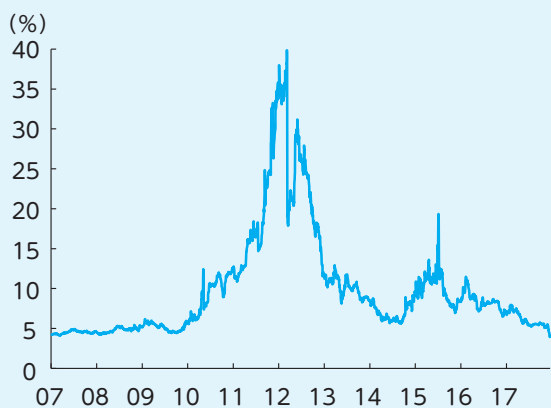
続く10年6月には欧州金融安定化基金（EFFSF）が設立された。これは金融市場での資金調達が困難となったユーロ圏加盟国の支援を目的と

し、10年11月にアイルランド、11年5月にポルトガル、7月にギリシャ（支援第二弾）への金融支援を実施した。EFFSFは3年間という期限付きの基金であったが、12年にはその恒久的な後継機関となる欧州安定メカニズム（ESM）が設立され、同年7月にユーロ圏でGDPが4番目に大きいスペインへ（銀行部門の問題に用途を限定し）最大1,000億ユーロを支援することを決定した。

なお、EUは危機対策と並行して、構造改革にも着手した。財政規律と経済政策の協調を強固にするため、各国予算の監視と調整、ユーロ圏共通の予算ルール、財政赤字規定の国内法化、マクロ経済に対する監視などを新たに実施したのである。

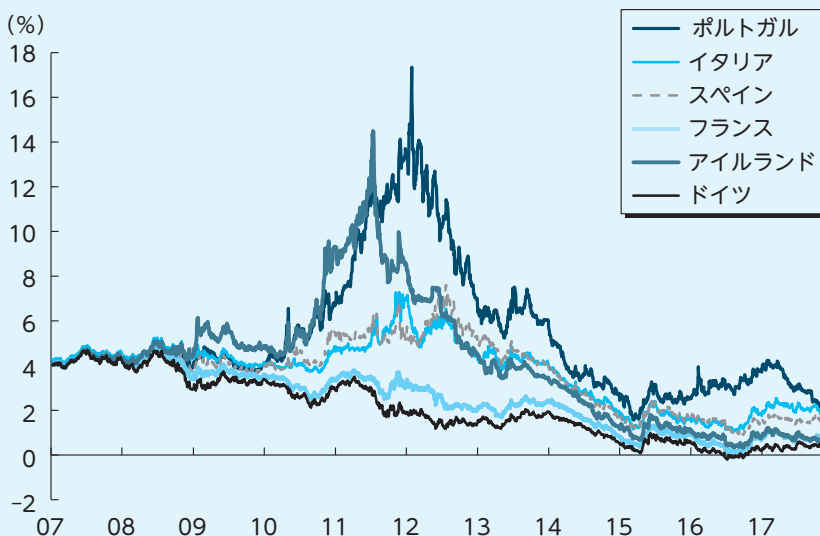
加えて「真の経済通貨同盟の構築」を掲げ、その第一歩として12年6月に欧州理事会で「銀行同盟」の創設を決定した。銀行同盟は①単一監督制度（SSM）、②単一破綻処理制度（SRM）、③欧州預金保険スキーム（EDIS）——の3つ

図表1 ギリシャ10年国債利回り



(出所) Haver Analyticsから大和総研作成

図表2 ユーロ圏主要国の10年国債利回り



(出所) Haver Analyticsから大和総研作成

図表3 金融危機と欧州の主な対応策

2007年		
8月	ECB	パリバ・ショック 948億ユーロの資金供給を実施
2008年		
9月	ECB	リーマン・ショック 5中銀と協調し、1,800億ドルのドル資金供給
9月	EU	「金融システムを支えるために必要なあらゆる措置を取る」と共同宣言
10月	ECB	5中銀と協調利下げ、1週間オペを「固定金利、上限なし」に変更
	ECB	ドル資金供給額の上限撤廃
	ECB	3カ月、6カ月等の長期オペを「固定金利、上限なし」に変更、オペ担保基準緩和
2009年		
5月	ECB	12カ月の長期オペ導入(固定金利、上限なし)、600億ユーロのカバード・ボンド買取計画発表
10月	ギリシャ	財政赤字粉飾発覚 → ギリシャ国債格下げ
2010年		
5月	ユーロ圏、IMF、 ECB ECB	ギリシャに対する金融支援決定(総額1,100億ユーロ/3年) 流動性供給拡大、SMP発表
6月	ユーロ圏	EFSF設立
11月	ユーロ圏、IMF等	アイルランドに対する金融支援決定(総額850億ユーロ)
12月	EU	13年7月までにESMを創設することで合意
2011年		
5月	ユーロ圏、IMF等	ポルトガルに対する金融支援決定(総額780億ユーロ)
7月	ユーロ圏、IMF	ギリシャに対する第二次金融支援決定(総額1,300億ユーロ)
8月	ECB ECB	固定金利、上限なしのオペ実施期間の延長(少なくとも12年上旬まで) SMPを再導入
10月	EU	ギリシャ債務削減(民間債権者のヘアカット率50%)
12月	ECB	3年LTRO1回目実施:4,892億ユーロ、ユーロ圏内の523の銀行に貸し出し
2012年		
2月	ECB	3年LTRO2回目実施:5,295億ユーロ、ユーロ圏内の800の銀行に貸し出し
3月	EU 25カ国	「安定、協調および統治に関する条約:TSCG」(財政協定)に調印(英、チェコを除く)
6月	EU	「真の経済通貨同盟の構築」に向けて取り組むことを決定:①金融枠組みの統合、②財政枠組みの統合、③経済政策枠組みの統合、④民主的正当性と説明責任の強化
7月	ユーロ圏 ECB	スペインに対する金融支援決定(最大1,000億ユーロ、銀行部門限定) ドラギ総裁「通貨同盟を守るためにECBとしてできるあらゆる手段を取る用意がある」
9月	ECB	OMT正式発表
10月	ユーロ圏	ESM発足
12月	EU	銀行同盟への取り組み合意
2013年		
4月	ユーロ圏、IMF	キプロスに対する金融支援策最終合意
10月	EU	単一監督制度(SSM)法案承認
2014年		
6月	ECB	中銀預金金利▲0.10%、固定金利無制限オペの期間延長、最長4年のTLTRO導入、ABSPP導入準備推進などを発表
9月	ECB ECB	ABSPPおよびCBPP3の10月実施を発表 TLTRO1回目実施:826.0億ユーロ
11月	ECB	ユーロ圏の主要銀行の銀行監督機関となる
12月	ECB	TLTRO2回目実施:1,298.4億ユーロ
2015年		
1月	EU ECB	銀行再建・破綻処理指令(BRRD)適用開始 PSP(月額600億ユーロ、15年3月~少なくとも16年9月)の導入を発表
6月	ギリシャ	ユーロ圏、IMFからの第二次金融支援終了 銀行窓口および証券取引所の閉鎖、資本規制の導入
7月	ユーログループ	ギリシャに対する第三次金融支援大枠合意(860億ユーロ/3年)
12月	ECB	資産買取対象拡大、実施期間延長(少なくとも17年3月まで)などを発表
2016年		
1月	EU	単一破綻処理制度(SRM)施行
3月	ECB	主要リファイナンスオペ金利0.0%、資産買取金額および対象拡大(800億ユーロ)、TLTROII導入(期間4年、最長21年3月まで実施)などを発表
6月	ECB 英国	TLTROII開始 EU加盟継続の是非を問う国民投票実施:EU離脱を選択
12月	ECB	資産買取金額減額(600億ユーロ、17年4月以降)、実施期間の延長(少なくとも17年12月)などを発表
2017年		
3月	英国	EUへ離脱通告(離脱は19年3月末)
10月	ECB	資産買取金額減額(300億ユーロ、18年1月以降)、実施期間の延長(少なくとも18年9月まで)などを発表

(出所) ECB、欧州委員会等から大和総研作成

の柱で構成される。

ただし、これら一連の対策を経ても市場の不安は収まらず、ギリシャやポルトガルの利回りが急上昇する一方、ドイツやフランスの利回りは低下して、利回り格差が拡大していった。ECBは11年12月と翌年2月に3年という長期の資金供給オペ(LTRO)を実施し、合計で約1兆ユーロを金融機関へ供給した。これにより、南欧諸国の国債を保有する金融機関の資金繰り懸念を和らげ、金融システムの安定化を図ったのである。しかしながら、破綻懸念国の国債利回りの高騰はその後も続き、ようやく12年7月に反転した。きっかけとなったのは、ECBのドラギ総裁がセミナーで「ECBとしてできるあらゆる手段を取る」と発言し、ECBが財政懸念国の国債を無制限に買い取る用意があると受け止められたことである。ECBは9月に国債買取プログラム(Outright Monetary Transactions; OMT)を導入し、いざという時に国債の買取をできるよう体制を整えた。OMTは、財政懸念国がEFSF/ESM

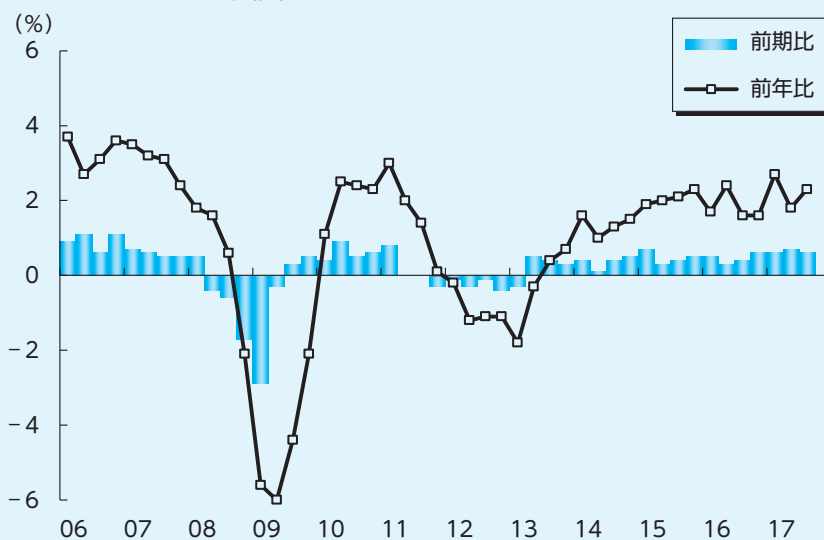
に財政支援を申請し、財政再建プログラムの受け入れを条件に、ECBが当該国の国債を無制限に購入するというものである。

2. 2013～2016年:信用不安は後退し、景気回復に向かうものの、デフレ懸念が台頭

ユーロ圏各国はギリシャ債務危機発生以降の緊縮財政と、それによりもたらされた景気後退に疲弊していた。13年3月のEU首脳会議では、南欧諸国からの要請もあり、緊縮財政一辺倒ではなく、成長と雇用に重点を置いた政策も柔軟に実施していくことで合意した。ユーロ圏のGDPは13年4～6月期にマイナス成長を脱して以降、プラス成長が続き、リーマン・ショックとユーロ圏債務危機で急上昇した失業率も低下に転じた。

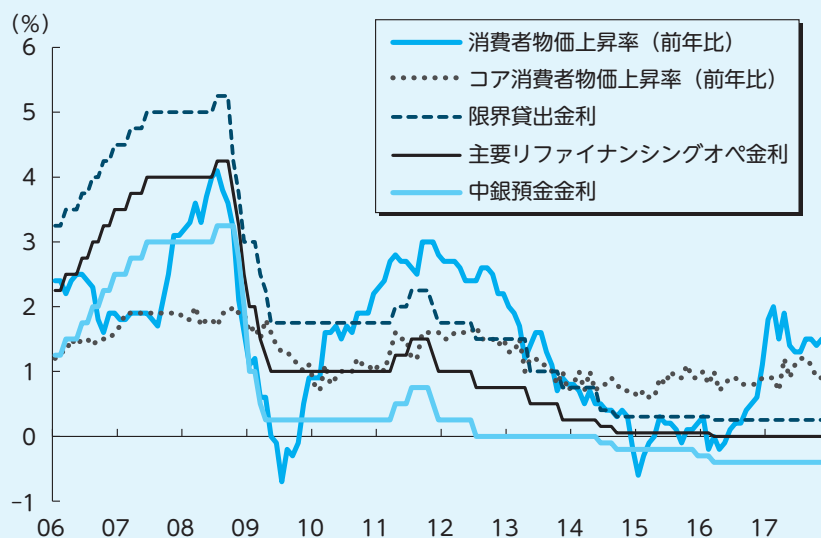
ただし、ユーロ圏の消費者物価上昇率は低下を続け、13年10月には前年比+1%を切る水準まで落ち込んだ。デフレ懸念が高まる中、ECBは14年6月に「非伝統的な金融緩和」と呼ばれ

図表4 ユーロ圏 実質GDP



(出所) Haver Analyticsから大和総研作成

図表5 ユーロ圏消費者物価上昇率と政策金利



(注) コア消費者物価は、食品、アルコール、たばこ、エネルギーを除く
 (出所) ECB、Haver Analyticsから大和総研作成

る新たな緩和策を発表した。3つの政策金利の引き下げを実施し、中央銀行の預金金利に関してはマイナス金利を導入したのである(0.00%→▲0.10%)。また、民間向け融資(住宅ローンを除く)に用途を限定した最長4年の長期オペ(TLTRO)の導入、資産担保証券の買取プログラム(ABSPP)の準備加速などを決定した。3カ月後の9月には、追加利下げと10月のABSPP実施を発表した。

しかし、消費者物価上昇率の低下傾向には歯止めがかからず、14年12月には前年比マイナスとなり、それ以降はマイナス圏にとどまることが多かった。15年1月、ECBはついに国債の購入¹⁾による量的緩和の実施を発表した。3月からABSPP、CBPP、PSPPを合わせて月額600億ユーロの購入を開始し、少なくとも16年9月まで継続するとした。この発表を受け、ギリ

シャを除いたユーロ圏各国の国債利回りは低下した。ギリシャのみ上昇したのは、15年6月末に第二次支援の終了を控える中で、第三次支援についての合意形成が危ぶまれ、デフォルト懸念が高まったためであった。

PSPP実施後も、原油価格の大幅下落もあってデフレ懸念は消えず、ECBは追加緩和を迫られた。16年3月には、主要リファイナンスオペ金利を史上初の「ゼロ」とした。また、資産買取額の拡大(月額800億ユーロ)や実施期間の延長(少なくとも17年3月まで)、購入対象資産の拡大、TLTROIIの導入も発表した。TLTROIIには主要リファイナンスオペ金利と同じ金利が課されるため、16年3月以降、金融機関は金利ゼロで4年間の資金の借入が可能になったのである。民間向け貸付の増加により経済活動を活発化させることを狙った施策であった。

1) 国債を含む、ユーロ圏内の地域・地方政府、国際機関、多国間開発銀行、認定機関によって発行された公的債券を購入するプログラムを「公的部門買取プログラム(PSPP)」と呼ぶ。

消費者物価上昇率は16年6月にプラスに転じて以降はマイナス圏に落ち込むことはなくなった。ECBは長期にわたる経済成長や緩やかな消費者物価上昇率の上昇などを確認し、12月に、資産買取額を17年4月以降、月額600億ユーロに戻す一方、実施期間を少なくとも17年12月まで延長することを発表した。

3. 2017年：デフレ懸念は後退、経済成長率は加速

17年2月の消費者物価上昇率は前年比+2.0%とECBが中期的な目標としている「同+2.0%をやや下回る消費者物価上昇率」を瞬間的に超過した。これは原油価格の上昇を反映したエネルギー価格の上昇に負うところが大きいですが、その後も消費者物価上昇率は同+1%台で推移している。ECBはデフレ懸念は大きく後退したと判断し、6月に金融政策のフォワード・ガイダンスから追加利下げを示唆する文言を削除した。

ユーロ圏の経済成長率は16年10～12月期以降、4四半期連続で年率+2.4%を超えており、景気加速が確認されている。この中でECBは10月に資産買取額を18年1月より月額300億ユーロに半減させた上で、「少なくとも18年9月まで」実施すると決定した。

2章 2つの危機があぶり出したEUとユーロ圏の課題

リーマン・ショックは米国を震源地とする金融危機だが、その影響は欧州も含め世界中に瞬時に伝播した。グローバル化が進む金融市場において米国が圧倒的な存在感を有しているためである。ただし、欧州では欧州統合の副作用ともいえる固

有の問題が金融危機のショックを増幅し、ユーロ圏債務危機へとつながった。その欧州の固有の問題とは、「中途半端な」欧州統合である。

1. 未完成の単一市場

EU（当時はEC：欧州共同体）は85年に「域内市場統合白書」を発表し、「ヒト、モノ、資本、サービス」の4つの移動の自由を実現させた単一市場の構築に取り組んできた。93年に発効したマーストリヒト条約には単一通貨導入とECB設立が盛り込まれ、統合深化に一段と踏み込んだ。96年に施行された投資サービス指令では、EU単一免許制（シングル・パスポート）の導入など金融市場の統合に向けた法整備も進められた。99年には単一通貨ユーロが誕生し、ドイツ、フランス、イタリアなど11カ国の金融政策をECBが一元的に担うことになった（ユーロ圏加盟国は17年現在、19カ国に増えている）。

一連の改革でEUの金融機関は同一条件で活動できる市場が大きく拡大し、特にユーロ圏内では為替リスクもなくなった。ただし、同じ土俵で戦う競合会社が増えるため、競争は厳しくなった。加えてユーロ導入で両替手数料という収入源は縮小し、また、ユーロ導入国となるべく各国が財政赤字削減、インフレ抑制、通貨安定に取り組んだため、90年代後半の欧州各国の10年国債利回りドイツの10年国債利回りとのスプレッドは大幅に縮小した。もっとも、このスプレッド縮小は、市場が欧州通貨同盟という前例のほとんどないプロジェクトに直面して、リスクプレミアムを見誤った側面も小さくないと考えられる。個々の国の財政政策はそれぞれに異なるため、リスクプレミアムにも差があっても当然だが、90年代後半から00年代末まで、ユーロ圏加盟国（当初は候

補国)とドイツの国債利回りのスプレッドはほぼゼロであった。以上のような競争激化と金利低下が、欧州の金融機関がリーマン・ショックの原因となった米国のサブプライムローンを担保とする証券化商品を大量に購入した背景にある。また、金利の急低下を受けて各国で銀行貸出が高い伸びを記録したが、これはスペインやアイルランドの不動産バブルにつながった。

さらに、ギリシャの財政危機がユーロ圏全体で金融機関の破綻懸念と財政の悪化懸念につながったのは、ユーロ圏の存在抜きでは説明できない。ギリシャの財政悪化によって「ユーロ建ての国債は安全資産」という前提が崩れ、しかも、どの金融機関がどれだけギリシャ国債を保有しているかが開示されていなかったため、ユーロ圏のインターバンク金利は高騰し、またユーロ圏の金融株は資産劣化懸念で軒並み売られた。さらに、EU単一市場を前提として規模拡大を遂げた金融機関の中には、母国のGDPをはるかに上回る資産規模を有するケースもあり、当該国の財政負担の急増との連想から国債利回りが急上昇することになったのである。

結局のところ、EUの単一市場はまだ構築の途中で、例えばリーマン・ショック発生当時は、金融機関の監督責任は依然として各国の銀行監督当局にあり、大手金融機関が経営破綻の危機にさらされた場合でも、それを救済する仕組みがEUにはなかった。また、国家財政の過大な赤字を禁止するルールは作られていたが、その監視体制は十分ではなく、罰則規定も有名無実化していた。このような中途半端な欧州統合の「弱点」が、07年以降の2つの危機によってあぶり出されたのである。

2. セーフティネットの欠如

危機によってあぶり出された最大の「弱点」は、金融システム不安や財政破綻懸念に備えたセーフティネットの欠如である。より厳密に言えば、この2つのリスクが連鎖して、悪循環に陥ることを防ぐためのセーフティネットが存在していなかった。

リーマン・ショックの際に問題となった金融機関の流動性枯渇の懸念に対しては、ECBが「ユーロ圏の銀行に対する最後の貸し手」としての役割を果たし、担保さえあれば無制限の資金供給をする仕組みを整えることで対応可能であった。また、複数の金融機関の経営破綻懸念が浮上したものの、それぞれの金融機関が所在する国による公的資本の注入などで乗り切った。加えて、リーマン・ショックを契機とした世界同時不況への対応としては、ECBはFRB（連邦準備制度理事会）などと協調利下げに踏み切り、欧州の各国政府も新車買い替え奨励策など財政出動を伴う景気刺激策を講じたことで、ユーロ圏景気もいったんは回復に向かった。

ところが、ギリシャの財政懸念をきっかけにギリシャの国債利回りが高騰すると、市場での資金調達が困難となったギリシャ政府に対する「最後の貸し手」の不在がクローズアップされた。ギリシャがユーロ圏加盟国でなければ、その国債はドラクマ建てで、ギリシャ中央銀行にはドラクマを発行する権限があったため、通貨発行により債務を返済することが理論的には可能であった（もともと、インフレ高騰と通貨安という弊害がある）。しかし、ギリシャ中央銀行にユーロを発行する権限はない一方、債務返済の危機に陥った加盟国政府を救済する仕組みがユーロ圏には存在していな

かった。ECBがギリシャ国債の買い手となるべきだとの主張もなされたが、ユーロ圏の中で財政規律を重視するドイツやオランダなどは「ECBは加盟国の債務を肩代わりしてはならない」というEU条約の規定を盾にこれに反対した。

3. 様々な対応策

1) EFSFとOMTの創設

ようやく10年6月にギリシャに対する財政支援の一環としてEFSFが創設され、ユーロ圏加盟国政府の保証をもとに資金を市場で調達し、財政支援を必要とする加盟国に貸し付けたり、当該国の国債を購入したりする役目を担うことになった。ただし、EFSFは3年間の期限付きで、また資産規模も十分ではないと受け止められ、ギリシャの国債利回りの上昇に歯止めをかけることはできず、財政懸念はアイルランド、ポルトガルなどにも波及した。

スペインやイタリアまでもが財政支援を受ける側に回るとはなれないかと懸念された12年7月に、ドラギ総裁は財政危機に陥ったユーロ圏加盟国の国債をECBが「制限を設けず買取る」と表明した。これはECBがユーロ圏加盟国の「最後の貸し手」として役目を果たすことを表明したと受け止められ、ユーロ圏の財政懸念国の国債利回りは低下へと転じた。ところで、ECBは同年9月にこの国債買取の枠組みとしてOMTを創設したが、実際には一度も活用されることなく今日に至っている。

2) 銀行同盟の構築

市場規模が拡大すれば、プレーヤーである金融機関の規模が拡大するのは当然のことだが、大手金融機関が経営破綻に陥るリスクへの備えも不十

分であった。この問題に対応するべく、EU大統領、欧州委員会委員長、ユーログループ議長、それにECB総裁が12年6月に共同で提案したのが「銀行同盟」である。第一の柱である単一監督制度では、金融システムの安定を図る上で重要と判断された大手銀行（130行余り）の銀行監督を各国の銀行監督当局からECBに一元化することとし、関連法は13年11月に施行され、14年11月からECBがユーロ圏の主要銀行の銀行監督を担っている。第二の柱である単一破綻処理制度では、ユーロ圏の大手金融機関が経営破綻の危機に陥った場合の処理方法を明確化し、また破綻処理に備えた基金を創設することになり、関連法は15年1月に施行され、16年から運用が開始された。また、単一破綻処理基金（SRF）も16年からユーロ圏各国による拠出金の積み立てが開始され、8年間で預金総額の1%相当の基金とすることになっている。一方、第三の柱である欧州預金保険スキーム（EDIS）は、金融機関が破綻した際に預金を保護する預金保険制度をユーロ圏で統合することを目指しているが、ドイツなどの反対によりまだ実現していない。

なお、国際的な業務を展開する金融機関に対する規制の枠組みとしては、主要国の金融監督当局が集うバーゼル委員会による規制が80年代以降続けられてきた。ただし、リーマン・ショックを契機に検討されてきたバーゼルⅢに関する合意は、当初予定されていた16年末から1年遅れの17年12月7日ようやく最終合意に達した。その主眼は、銀行の財務の健全性を示す自己資本比率を算出する際の貸出金などリスク資産の計上を厳格化することだが、銀行の裁量の余地を厳格に制限するべきと主張する米国と、柔軟な運用を可能にするべきと主張する日欧の対立の解消に時

間がかかったのである。

3) 財政規律の厳格化

ECBが加盟国政府の債務を肩代わりすることを禁じられたり、OMTの前提条件に財政健全化の取り組みが明記されたりするのは、ユーロ圏が金融政策はECBの下で一元化されている一方、財政政策は加盟各国の裁量に任されているといういびつな形態だからである。加盟国が野放図に財政赤字を拡大させれば、ECBの金融政策が非常に難しくなるため、単一通貨圏の設計者たちは、ユーロ圏への加盟を申請する国には「財政赤字はGDP比3%以内、公的債務残高は同60%以内」という基準の達成を求めた。また、この基準はユーロ圏に加盟した後も引き続き順守することとされ、違反した国には罰金を科すことになっていた。

ところが、単一通貨が発足する際から公的債務残高の基準は厳密には適用されなかった。また、ユーロ導入後は財政赤字をGDP比3%以内とする基準についても、これを00年代前半に複数年にわたって順守できなかったドイツとフランスに罰則規定が適用されず、財政規律は有名無実化していた。景気拡大を背景によろやく07年にギリシャを除くユーロ圏加盟国がそろって財政赤字基準を達成したが、翌年のリーマン・ショックと、その後のユーロ圏債務危機で各国の財政赤字は一気に拡大した。

EUは財政赤字に関する規律が緩んでいたことが債務危機を拡散させたとの反省に立ち、財政規律をあらためて強化する方針を採用した。11年12月には、欧州委員会による各国予算の事前審査を義務付けるシックスパックが発効した。ギリシャはもとより、財政悪化懸念が波及したポルトガル、アイルランド、スペインなどは国債利回り

の高騰という金融市場からの圧力と、欧州委員会からの財政規律の厳格化の圧力を受け、10年から12年にかけて財政健全化を最優先課題とせざるを得ず、これがユーロ圏の2度目の景気後退の原因となった。

3章 危機からの回復に大きく貢献したECBの功罪

07年以降の金融危機、ユーロ圏債務危機を収束させ、再発を防止するための様々な取り組みがなされてきた。その中で大きな存在感を示しているのがECBである。

1. ECBの対策の功績

ECBは金融機関のみならず、財政懸念国に対しても「最後の貸し手」となることを宣言して金融市場の懸念緩和に貢献した。さらに、ユーロ圏のセーフティネットを強化する一環で、ユーロ圏の主要銀行の銀行監督を担うことになった。銀行のリスク評価や資産査定基準が統一されたことで、透明性が向上したと評価されている。

ユーロ圏が債務危機に伴う2度目の景気後退に陥った後、原油価格の大幅下落とユーロ高を背景にデフレ懸念が台頭すると、ECBの金融緩和に対する期待が非常に高まった。先述したように、ECBは14年6月に「非伝統的な金融緩和」に着手し、マイナス金利の導入やPSPPを通じたユーロ圏加盟国の国債買取などを推し進めてきた。

ECBが国債買取を通じた量的緩和に踏み切るとの思惑が高まった14年春には、FRBが米国の持続的な景気拡大を背景に金融緩和の軌道修正に動くとの期待もあって、ユーロ安が一気に進ん

だ。ユーロ安は輸出比率の高いユーロ圏企業の業績改善要因となるため、株価上昇の追い風となった。

また、ECBがマイナス金利を導入し、不胎化を伴わない国債買取に動いたことで、ユーロ圏加盟国の国債利回りは総じて低下した。その中でも、ユーロ圏債務危機を経て対独スプレッドが拡大していたイタリア、スペイン、ポルトガル、アイルランドといった国々の金利低下がより顕著であった。この国債利回り格差の拡大は11年半ばから各国の銀行の貸出金利にも反映されていたが、14年半ば以降はその格差も縮小に転じている。ECBは非伝統的な金融緩和の成果として、金利低下で貸出が増えたことと、南欧諸国の金利格差の縮小を挙げている。もっとも、ユーロ圏の貸出増加は主にドイツとフランスでの貸出が増えていることに起因しており、イタリア、スペイン、ポルトガル、ギリシャなどでは、イタリアの家計向けの貸出を別とすれば、17年も貸出残高は縮小傾向が続いている。南欧諸国では銀行の不良債権比率がまだまだ高く、貸出増加の阻害要因となっていると考えられる。

2. ECBの対策の弊害

ユーロ圏債務危機に対するEUと各国政府の対策は「遅すぎる、小規模すぎる」という批判を絶えず浴びてきた。とはいえ、例えばギリシャに対する財政支援を決める場合、EUなり、ユーロ圏なりの全加盟国を招集した協議が必要となり、しかもそれぞれが自国の有権者を説得できる内容にする必要があるのだから、当然ながら時間がかかる。その中であってECBは、ユーロ圏19カ国

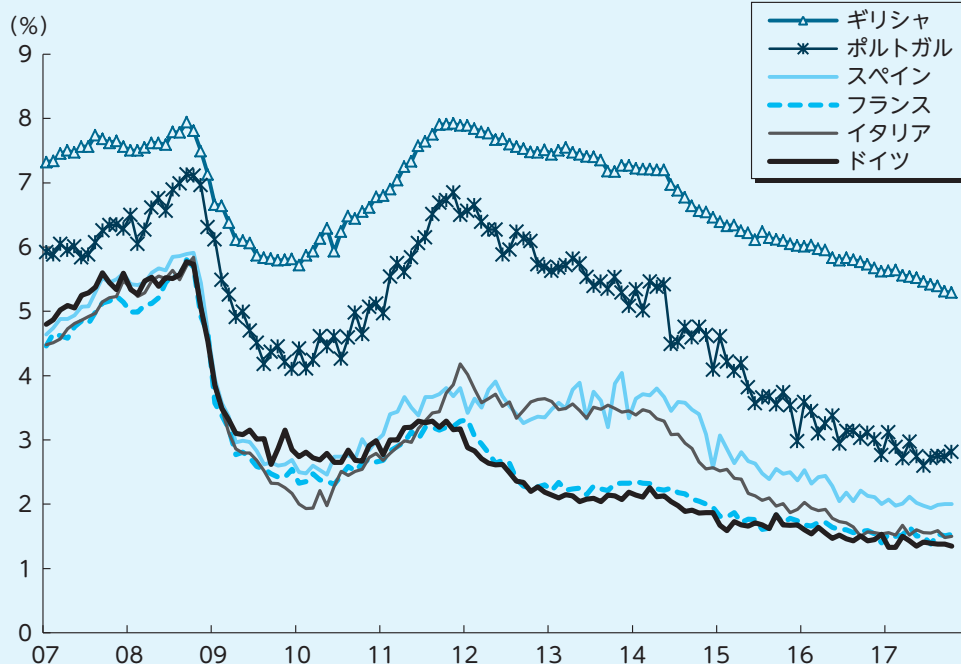
の中央銀行総裁がメンバー²であるものの、個々の加盟国ではなく、ユーロ圏全体のことを考えて意思決定することが前提であり、また政治からの独立性も保障されている機関である。このため、ECBが様々な場面で危機対策の先頭に立つことになったのはごく自然なことだった。

もっとも、ECBの一連の危機対策がスムーズに進んだわけでは必ずしもない。そもそもユーロ圏債務危機のような危機の連鎖を事前に想定できていたわけではなく、その対策もその都度議論を重ね、選択されてきた。また、その危機対策がユーロ圏加盟国の激しい批判にさらされることも少なからずあった。特に顕著だったのはOMTの導入と、資産買取の対象に加盟各国の国債を加えた時である。中央銀行は各国の債務を肩代わりしてはならないという原則を重視するドイツやオランダが最後までその導入に反対した。ドイツなどが懸念したのは、各国が財政規律の順守の手綱を緩め、ECBに依存するようになり、ECBの中央銀行としての独立性が揺らぐことであったが、ECBの存在感があまりにも大きくなることも警戒したのかもしれない。

ECBの低金利政策が長期化する中で、その弊害を指摘する声が高まっている。具体的には保険や年金基金の運用利回りの低下や、銀行の収益力の低下が懸念されている。保険や年金基金、投資信託は低金利環境下でより高い利回りが見込める低格付け債や、あるいは株式などの比重を徐々に高め、また銀行は金利ではなく手数料による収入を増やす方向で戦略を転換しつつある。銀行の中には、マイナス金利が導入されたことを受け、大口の企業向けの預金にマイナス金利を適用してコ

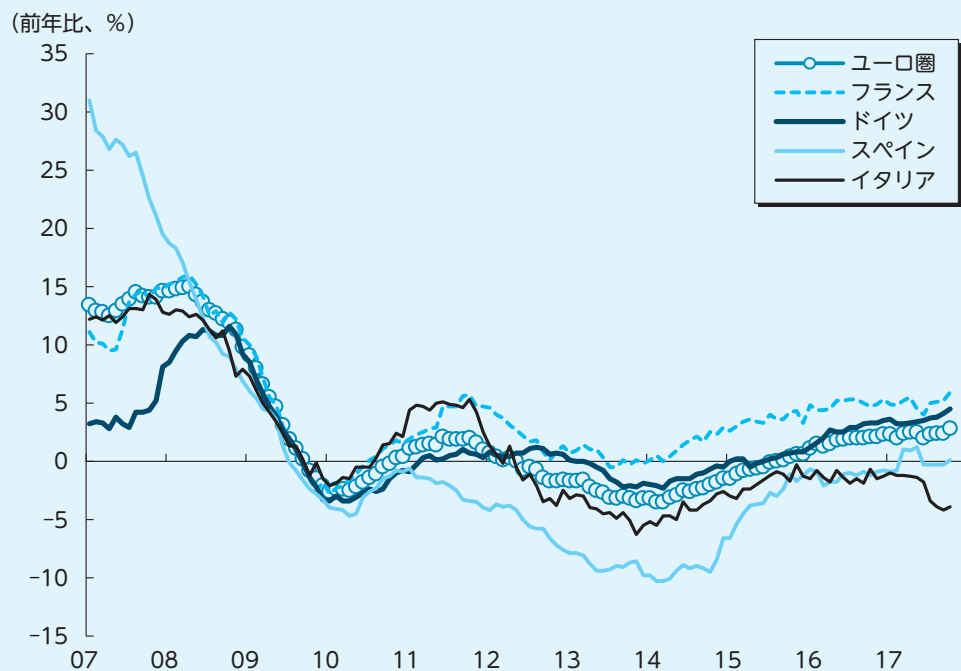
2) ECB理事会のメンバーは19カ国の中央銀行総裁に加えて、総裁、副総裁を含む6名の専任理事で構成されている。

図表6 ユーロ圏主要国の企業向け新規貸出金利



(出所) ECBデータから大和総研作成

図表7 ユーロ圏主要国の銀行の企業向け貸出



(出所) ECBデータから大和総研作成

ストを転嫁しているケースもある。とはいえ、個人向けの預金に関してはマイナスの預金金利にはできていない。一方、個人向けの預金金利がゼロかごく低水準となっていることから、金融機関救済のコストを（例えば年金生活などの）預金者に負担させているとの批判が、家計に占める預金の割合の高いドイツでは強い。

低金利は借入コストの低下を意味し、それが家計や企業の借入増につながってきている。また、低金利で投資家のリスク許容度が高まり、それが低格付けの債券や、株式、不動産などの資産価格の上昇に貢献している。ただし、低金利局面が長期化すればするほど、金利が上昇に転じて低金利という前提条件が崩れた場合に、資産価格が大幅に調整するリスクが高まることが懸念される。

4章 緩和政策の軌道修正に動き出したECB

ユーロ圏経済は13年半ばから緩やかな景気回復が継続してきたが、16年末以降は成長率が加速している。当初は個人消費が主な景気回復の牽引役であったが、ここ1年はそれに輸出と投資の回復が加わり、よりバランスの取れた景気拡大となっている。また、ユーロ圏内で景気回復の遅れが指摘されてきたフランスやイタリアなどでも成長率の加速が見られ、部分的ではなく、全体的な景気回復となりつつある。一方、ユーロ圏の消費者物価上昇率は原油価格の反発が主因ではあるものの、17年に入って前年比+1%台の伸びとなり、ECBは6月にデフレ懸念は後退したとの判断を示した。インフレを懸念するのは時期尚早だが、ECBは18年から「非伝統的な金融緩和」の軌道修正に動き始めた。

まず、18年1月から毎月の資産買取額を前月までの600億ユーロから300億ユーロに半減した。ECBは少なくとも9月までこのペースでの資産買取を継続する方針で、その後についてはオープン・エンドであるというのが公式見解である。すなわち、10月以降に買取期間が延長される可能性があり、その際、買取額の減額、増額双方の可能性があるということである。堅調な景気拡大が続く一方、原油価格の急落などの外的なショックがなければ、10月以降の資産買取額はさらに減額され、18年末までに新規の買取を停止する可能性が高いと予想される。ただし、新規買取は停止しても、償還分の再投資は継続され、ECBのバランスシートは拡大はしないものの、縮小もしない状態がしばらく続くと考えられる。

ECBの次のステップは、16年3月以降▲0.4%としている中央銀行の預金金利のマイナス幅の縮小と、同0%としている主要リファイナンスオペ金利の引き上げになると予想される。ただし、ECBはこれを資産買取プログラムを停止してから「しばらく後に」開始するとしているため、最初の「利上げ」は19年に入ってからとなる可能性が高い。

ECBが利上げの判断をする際は、成長率の高

図表8 ECBスタッフの景気・インフレ予想 (2017年12月)

	GDP成長率 (%)		消費者物価上昇率 (%)	
		9月予想		9月予想
2017	2.4 (2.3~2.5)	2.2 (2.1~2.3)	1.5 (1.5~1.5)	1.5 (1.4~1.6)
2018	2.3 (1.7~2.9)	1.8 (1.0~2.6)	1.4 (0.9~1.9)	1.2 (0.6~1.8)
2019	1.9 (0.9~2.9)	1.7 (0.6~2.8)	1.5 (0.7~2.3)	1.5 (0.7~2.3)
2020	1.7 (0.6~2.8)	-	1.7 (0.8~2.6)	-

(出所) ECBデータから大和総研作成

さではなく、インフレ動向に注目する。17年12月に公表されたECBの最新のスタッフ見通しでは、成長率見通しが18年は+2.3%、19年は+1.9%となっており、3カ月前のそれぞれ+1.8%、+1.7%から上方修正された。ユーロ圏の潜在成長率は1%台半ばと考えられるため、今後2年はそれを明確に上回る成長率となる。ただし、消費者物価上昇率の見通しは18年が+1.4%、19年が+1.5%と低インフレが継続する見通しとなっている。ようやく20年は+1.7%へ加速することが見込まれているが、これをもってECBの目標が達成される見通しといえるかどうかは、やや微妙なところである。景気拡大で雇用が増え、労働需給が逼迫することで賃金上昇率が加速し、それが消費者物価の上昇率を加速させるというシナリオが、米英日では実現していない。果たしてそれがユーロ圏では実現するのか注目される。

5章 欧州発の金融危機再発の可能性

1. 欧州の危機対策の成果

リーマン・ショックは米国発の金融危機であったが、欧州の銀行が高格付けをうのみにしてリスクの高いサブプライムローンを大量に保有していたことで、危機が増幅された。その次に発生したユーロ圏債務危機は、紛れもなくユーロ圏発の危機であった。このため、「欧州は危機の震源地、次はどのような問題が起きるのか」という目で欧州が見られる状況がしばらく続いた。

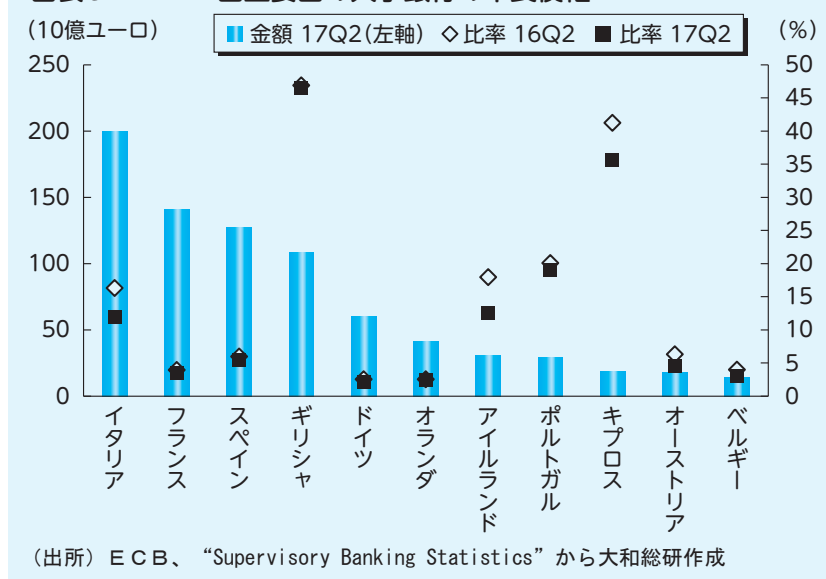
ここまで見てきたように、欧州（主にユーロ圏）ではこの10年の間で危機を収束させるための対策から、危機に備えた対策、危機発生を防止する対策など様々に取り組んできた。EFSFとその

後継のESM、OMTの創設、銀行同盟の構築、ユーロ圏各国に対する財政規律の強化など一連の対策の目的は、金融システム不安と財政破綻懸念の連鎖を防ぐことである。セーフティネットの構築が進められたことで、金融市場の懸念は徐々に低下した。また、EUによる財政規律の強化と、各国の緊縮財政の取り組みは、ギリシャを含む各国の財政赤字の削減に効果を発揮し、17年にはスペインを除くEU27カ国の財政赤字がGDP比3%以内という基準を達成すると見込まれている。各国の国債利回りは、財政懸念国と総称されたギリシャやポルトガル、アイルランドも含め、12年半ば以降は総じて低下傾向をたどってきた。また、米英に比較して景気回復の遅さが指摘されてきた経済成長に関しても、17年は英国を抜いて、米国に肩を並べ、世界経済の「お荷物」から牽引役の一角を担うまでになった。

2. 積み残されているリスク

とはいえ、過去10年の危機対策を経てもまだ解決したとは言えない問題が残っている。その筆頭はユーロ圏の銀行が抱える不良債権の問題である。ユーロ圏全体で見れば不良資産は減少傾向にあり、ECBが銀行監督を担当するユーロ圏主要銀行の不良債権は15年1～3月期の約1兆ユーロから、最新のデータである17年4～6月期には8,000億ユーロを下回り、およそ2割減少した。ただし、国ごとの差が非常に大きく、ギリシャとキプロスの不良債権比率は30%を超える高水準にあり、またポルトガル、アイルランド、イタリアの不良債権比率も10%を超えている。不良債権の金額は、大きさではイタリアが1カ国で2,000億ユーロと飛び抜けており、これにフランス、スペイン、ギリシャがそれぞれ1,000億ユー

図表9 ユーロ圏主要国の大手銀行の不良債権



口強で続いている。

とりわけイタリアで不良債権処理が遅れているのは、銀行の数が非常に多く、支店数の削減や、あるいは業界再編を通じた銀行数の削減が必要と以前から指摘されつつも、大胆なリストラを遂行できていないという構造問題も関与している。

3. 次のリスクの芽

他方で、2度の危機とそれに続く景気後退とデフレ懸念に対応するために継続されてきた金融緩和が新たなリスクの芽を育み、また景気拡大が続いていることがそのリスクの存在を隠している懸念も高まりつつある。

ECBは年2回、「金融安定レビュー」を発行しているが、17年11月に刊行された最新号では、金融市場のボラティリティは大きく低下しており、金融システムの安定感が増していると評価している。また、今後のリスクの芽となり得る金融市場における過大評価も、今のところ問題になっていないとの判断を示している。

ECBが警戒しているリスクは、(1) 国際金融市場において突発的かつ大規模にリスクプレミアムが急上昇すること、(2) ユーロ圏の銀行部門の構造問題に起因する収益性の低さが低成長の原因となり、それがまた銀行の収益を圧迫すること、(3) 公的部門と民間部門の債務が持続可能ではないとの懸念が再浮上すること、(4) 保険や年金基金、投資信託など銀行以外の金融機関の流動性リスクが高まること——である。17年11月時点では、このうち(1)から(3)については3段階のうち中程度のシステムリスク、(4)については一番低い「潜在的な」システムリスクとの判定になっている。

リスクプレミアムが上昇するきっかけとなる可能性がある事象として、①予想を下回る経済成長、②先進国の中央銀行の緩和政策の転換(金融政策に対する期待の変化)、③地政学的な不透明感の高まり——などが挙げられている。このうち、②については既に米国でFRBが利上げを開始しており、また、ECBも資産買取額の減額に動い

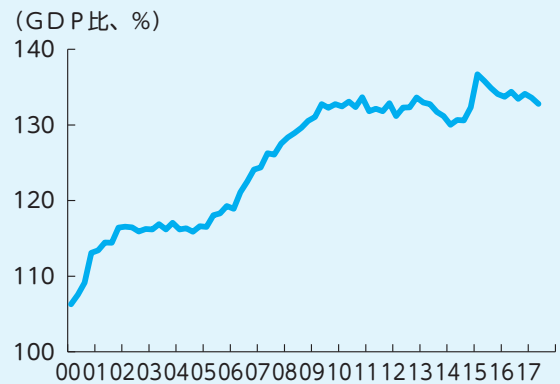
ているが、これまでのところ目立ったリスクプレミアムの上昇にはつながっていない。FRB、ECBとも政策方針の変更を、時間をかけて周知させたことで、金融市場に対するショックを抑えることができていると考えられる。

問題はこれまでのような慎重なペースでの金融政策の変更を、今後も継続できるかであろう。17年は世界的な景気拡大が継続する中であっても、賃金上昇率は加速せず、消費者物価上昇率も低位にとどまった。18年もこの状況が継続するとの予想が多いが、例えば米国の税制改革による景気の一段の加速、世界的な需要拡大を背景とした原油価格の急上昇などでインフレが加速し、より速いペースでの金融引き締めが必要になるシナリオは想定可能である。

また、「適温経済」という予想がコンセンサスになることで、将来的なリスクを高める側面があると考えられる。例えば、低金利の環境下で投資収益を確保するためにリスクのより高い投資が増加し、また、低金利局面が長期化することを前提とした借入が増加することである。ECBによれば、銀行の保有資産に占める低格付けの資産の割合は過去3年余りでやや縮小した一方、保険会社の資産は拡大傾向にある。また、投資信託会社の運用資産は、もともと銀行や保険会社に比べて低格付けの資産の割合が高いが、その傾向がここ3年でさらに強まっている。

なお、ユーロ圏の家計と民間企業（金融を除く）の負債残高（対GDP比）はユーロが誕生した99年から09年にかけて拡大傾向にあった後、ほぼ横ばいで推移している。ここ数年の低金利を背景とした借入の急増が起きていないことが示唆されるが、負債の削減がさほど進んでいないともいえる。このため、借入コストが上昇に転じた場

図表10 ユーロ圏の家計と民間企業の負債残高



(注) 民間企業は金融機関を除く
(出所) ECBから大和総研作成

合の負担増には注意が必要である。

負債残高比率は国ごとの差が比較的大きく、99年からリーマン・ショックまでは、金利の大幅低下を経験した南欧諸国とアイルランドで負債残高比率が急上昇した。金融危機以降は、スペインやポルトガルでは負債比率が大きく低下し、足元では00年代半ばの水準まで低下してきた。ただし、アイルランドとキプロスではピークからは低下したものの、依然として非常に高水準にある。一方、リーマン・ショック前後で大幅な調整を経験しなかったフランスとベルギーでは負債残高比率が上昇傾向にある。

4. 抜かれたことがない「伝家の宝刀」

以上のように、欧州で次の金融危機につながる可能性のあるリスクの芽が出てきているが、これらが短時間で金融危機へと発展する可能性はまだ低いだろう。もっとも、欧州が震源地でなくとも、リスクプレミアムが急激に上昇し、資産価格の調整が起きれば、欧州もその影響から無縁ではいられないと予想される。

その際に、欧州やユーロ圏の脆弱さがあらため

て懸念される可能性は小さくない。一部の国の銀行の不良債権比率の高さは、その脆弱さの一つと考えられる。また、大手金融機関の破綻懸念が国家財政に対する懸念に連鎖することを防ぐために、銀行同盟やOMTなどのセーフティネットが構築されてきているが、実のところこのセーフティネットがどこまで有効か、まだ試されていない。OMTは12年夏に国債利回りの高騰を阻む役目を果たしたと考えられているが、これまでOMTを通じた財政支援は行われたことがない。ユーロ圏加盟国のいずれかの国がOMTの適用を申請した場合に、期待通りの役目を果たすことができるのか、現状のように「いざという時に使える」と掲げている時の効果が最も大きいのではないかという見方もある。銀行同盟についても、大手銀行の破綻処理が実際に必要になった場合、迅速な対応によって、他の金融機関への連鎖をきちんと止めることができるか、こちらもまだその実力を試されていない。

17年12月のユーロ圏首脳会議では、銀行同盟の完成を目指すことと、ESMを現在のユーロ圏の機関という位置づけからEUの機関へと格上げし、またその権限を強化して「欧州版IMF」とする協議を最優先で進めることが合意された。2つの危機への対応をさらに進めようとする動きではあるものの、EDISに関する議論は提起されてから既に5年以上が経過する中、まだ進展していない。また、フランスのマクロン大統領が提案しているユーロ圏の経済財務相ポストの新設や、ユーロ圏としての予算を設ける議論は、18年6月の首脳会議での検討事項に先送りされてしまった。

目前に危機的な状況があって、それに何とか対応しなければならないという段階ではなくなり、

より長期的な視点に立って「未完成な単一市場」のひずみを修正する好機に今はあると考えられる。ところが危機的な状況にないことが、逆に改革のペースを遅くする皮肉な結果となりつつあるのではないかと考えられる。

この状況下で、ECBの緩和政策が慎重にはあるが方向転換を図ろうとしている。そもそもECBは危機の連鎖を防ぐために「できることは全てやる」という姿勢から、ここ数年はユーロ圏加盟国にもそれぞれの役割を果たすようにと求める姿勢に転じている。具体的には、構造改革を進めて潜在成長率を高める努力をし、また将来の金融危機の芽となり得る住宅価格の上昇などには個別のマクロプルーデンシャルな政策で対応するよう繰り返し求めてきた。各国の「自立」を促すことができるかどうか、ECBの緩和政策の修正の大きな課題と考えられる。

【参考文献】

- ・ European Central Bank, “Financial Stability Review”, November, 2017
- ・ ECBウェブサイト
- ・ 駐日欧州連合代表部ウェブサイト

[著者]

山崎 加津子 (やまざき かつこ)



経済調査部
主席研究員
担当は、欧州経済

矢澤 朋子 (やざわ ともこ)



経済調査部
研究員
担当は、欧州経済